

显示模组主业有望迎反转，积极拓展成长曲线

投资要点

- **推荐逻辑：**公司显示模组主业有望迎来反转，同时公司有望通过收购培育第二成长曲线：**1、显示面板模组行业有望随显示面板迎来修复周期。**显示面板行业有望随着世界杯赛事刺激以及日台韩稼动率的下降迎来修复周期，根据 WitsView，2025 年 1-10 月全球液晶电视面板销量同比+5.8%，出现修复态势，公司主要产品显示面板模组作为面板重要零部件，有望受益。**2、公司通过提高产能利用率和管控费用，业绩已出现明显修复态势。**公司 2025Q2 和 Q3 单季度业绩已实现扭亏为盈，合计实现 0.28 亿元归母净利润。2025 年前三季度，公司销售费用、管理费用、财务费用同比大幅降低 1.64pp。2025H1 公司车载显示子公司营收相比 2024 年全年大幅提高 52%，净利润相比 2024 年全年大幅减亏 8635 万元。我们认为公司业绩已出现明显修复态势，将迎来业绩拐点。**3、有望通过收购外资湿电子化学品企业培育第二成长曲线。**
- **背光显示模组有望随显示面板迎来修复周期。**1、2026 年，随着世界杯赛事的需求驱动以及日台韩显示面板企业稼动率的降低，显示面板行业有望迎来修复周期，带动背光显示模组行业修复。2、长期来看，车载显示和 AI PC 有望进一步拉动显示面板行业需求，也将长期带动背光显示模组行业需求提升。
- **新产线放量+费用下降，公司业绩有望反转。**1、公司新产线放量，有望摊薄成本。根据公司公告，2025H1 公司车载显示滁州工厂营收大幅提高，净利润显著改善，带动公司 Q2 业绩扭亏为盈，我们认为公司业绩有望迎反转拐点。2、公司费用率大幅下降，2025 年前三季度，伴随营收大幅增长，公司销售/管理/财务费用率显著降低，同比降低 1.64pp，随着公司费用管理能力的提高，未来费用率有望继续降低；另一方面，公司新产线投资结束后，有望逐步偿还有息负债，进一步降低财务费用。
- **拟收购湿电子化学品企业，有望打造第二成长曲线。**2025 年 12 月，公司发布公告将与北京芯进、初芯瑞伯基金共同投资设立合资公司拟投资/收购外资在华湿电子化学品项目，公司拟认缴出资人民币 2 亿元，持有标的公司 45.4545% 股权。我们认为本次收购如顺利落地，有助于公司按照其原有产品产业链进行合理延伸，形成优质第二成长曲线。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计 2025 年公司业绩有望扭亏，伴随公司未来产线产能利用率提高和效率提升、管理优化，公司业绩将呈现高质量增长趋势，同时考虑到公司在业绩修复期，未来业绩弹性将高于同行，适当给予估值溢价，给予 2026 年 30 倍估值，对应目标价 25.2 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险；下游需求不及预期风险；海外关税政策风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	23.47	29.60	36.67	41.20
增长率	8.49%	26.15%	23.88%	12.35%
归属母公司净利润（亿元）	-2.15	0.09	1.57	2.18
增长率	-505.70%	104.21%	1634.68%	38.91%
每股收益 EPS（元）	-1.15	0.05	0.84	1.17
净资产收益率 ROE	-15.82%	0.75%	13.16%	17.62%
PE	-16	389	22	16
PB	3.37	3.99	4.04	3.82

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：钱伟伦
执业证号：S1250525070005
电话：13122028826
邮箱：qwl@swsc.com.cn
联系人：高望集
电话：18827077533
邮箱：gaowj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.86
流通 A 股(亿股)	1.48
52 周内股价区间(元)	11.58-19.32
总市值(亿元)	35.16
总资产(亿元)	58.14
每股净资产(元)	5.21

相关研究

目 录

1 公司概况：背光模组龙头企业，内生外延完善产品布局	1
2 行业情况：面板行业有望迎来周期修复，带动显示模组行业景气度上行	5
2.1 背光显示模组是显示面板重要部件	5
2.2 下游显示面板有望迎修复周期，带动显示模组景气向上	6
2.3 汽车和 AI 端侧有望在中长期维度拉动显示面板与模组需求	8
3 公司情况：业绩有望迎来困境反转	10
3.1 新产线放量+费用下降，公司业绩有望反转	10
3.2 拟收购湿电子化学品企业，有望打造第二成长曲线	12
4 盈利预测与估值	12
4.1 盈利预测	12
4.2 相对估值	13
5 风险提示	14

图 目 录

图 1: 翰博高新发展历程.....	1
图 2: 公司产品示意图.....	2
图 3: 2020-2025H1 公司主营产品业务收入占比图.....	2
图 4: 2020-2025H1 公司主营产品毛利占比图.....	2
图 5: 翰博高新股权结构.....	3
图 6: 2020-2025Q3 公司营业收入情况.....	3
图 7: 2020-2025Q3 公司归母净利润情况.....	3
图 8: 公司盈利能力变化情况.....	4
图 9: 公司营运能力和偿债能力变化.....	4
图 10: 公司经营性净现金流和净利润对比.....	4
图 11: 背光显示模组产业链.....	5
图 12: 全球背光显示模组市场规模 (亿美元).....	5
图 13: 背光显示模组市场格局情况.....	6
图 14: 全球面板销量情况.....	6
图 15: 全球面板开工率情况.....	7
图 16: 全球面板价格情况 (美元/片).....	7
图 17: 车载显示屏分类 (按安装位置划分).....	8
图 18: 中国乘用车主要智能座舱显示产品前装标配渗透率.....	9
图 19: 全球汽车智能显示市场规模 (亿美元).....	9
图 20: 全球 AI PC 市场规模预测 (亿美元).....	10
图 21: 2025H1 公司显示模组产能利用率回升.....	10
图 22: 2024 年公司单位成本提升.....	10
图 23: 2025Q1-Q3 公司费用率大幅下降.....	11

表 目 录

表 1: 公司显示面板子公司好转, 车载显示子公司快速放量.....	11
表 2: 分业务收入及毛利率.....	12
表 3: 可比公司估值.....	13
附表: 财务预测与估值.....	15

1 公司概况：背光模组龙头企业，内生外延完善产品布局

十余年发展，公司已成长为背光模组龙头企业。翰博高新成立于 2009 年 12 月，专注于半导体显示面板零部件制造，从光学膜材加工起步，逐渐成长为背光显示模组一站式供应商。公司目前作为国内龙头显示面板企业的核心合作伙伴，产品用于笔记本电脑、平板电脑、显示器、汽车等终端。

公司通过内生孵化，外延并购等形式围绕产业链积极布局，已形成完整产品体系。公司发展经历了 4 个阶段，分别是：

创业与早期积累阶段（2009-2013 年）：2009 年公司正式成立后，专注于光学膜材加工。获高新技术企业称号，扩展业务链，为垂直整合奠定基础。

垂直整合与规模扩张阶段（2014-2016 年）：2014 年公司突破热压式导光板量产技术，巩固行业领先地位。2015 年收购合肥福映光电，实现背光模组垂直整合。2015 年，公司在全国股转系统挂牌。

创新拓展与战略转型阶段（2017-2021 年）：布局 OLED 和 Mini-LED 技术，2019 年开发 Mini-LED 笔记本产品，2020 年具备自主生产能力，战略调整退出低毛利业务，专注高附加值领域，净利润持续增长。

转板创业板与新布局阶段（2022 年至今）：2022 年公司成功转板创业板，持续加大研发投入，投资 50 亿元建 Mini-LED 项目，全面布局产业链。与 TCL 华星合作拓展客户群。推进越南生产基地建设，增强国际竞争力。

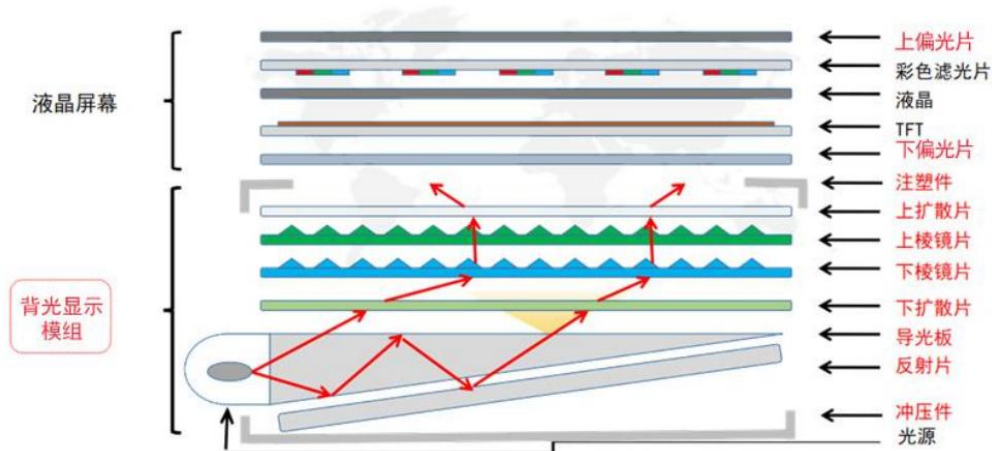
图 1：翰博高新发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司主要产品为背光显示模组和零部件。目前，公司形成了背光显示模组一体化产品体系，主要产品除显示模组外，还包括偏光片、导光板、反射片、冲压件、注塑件等零部件。由于零部件产品毛利率较高，公司收入主要依靠显示模组，而毛利主要依靠零部件产品。2025H1，显示模组营收占比在 75.9%，毛利占比在 53.9%；零部件营收占比在 20%，毛利占比在 38.7%。

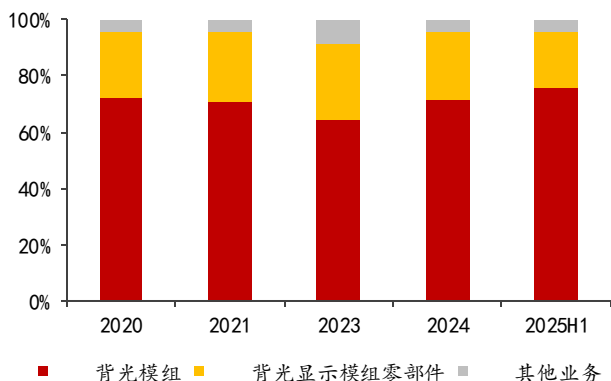
图 2：公司产品示意图



注：标红部分为转板公司产品

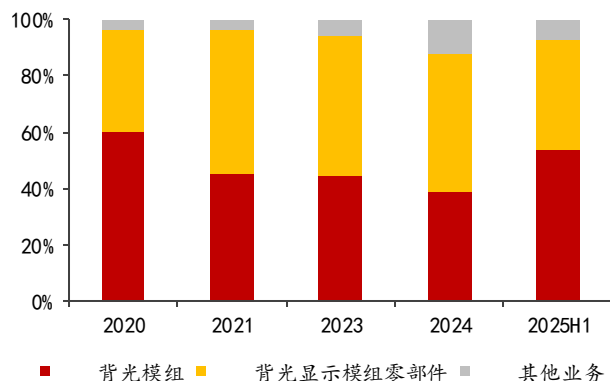
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：2020-2025H1 公司主营产品业务收入占比图



数据来源：公司公告，西南证券整理

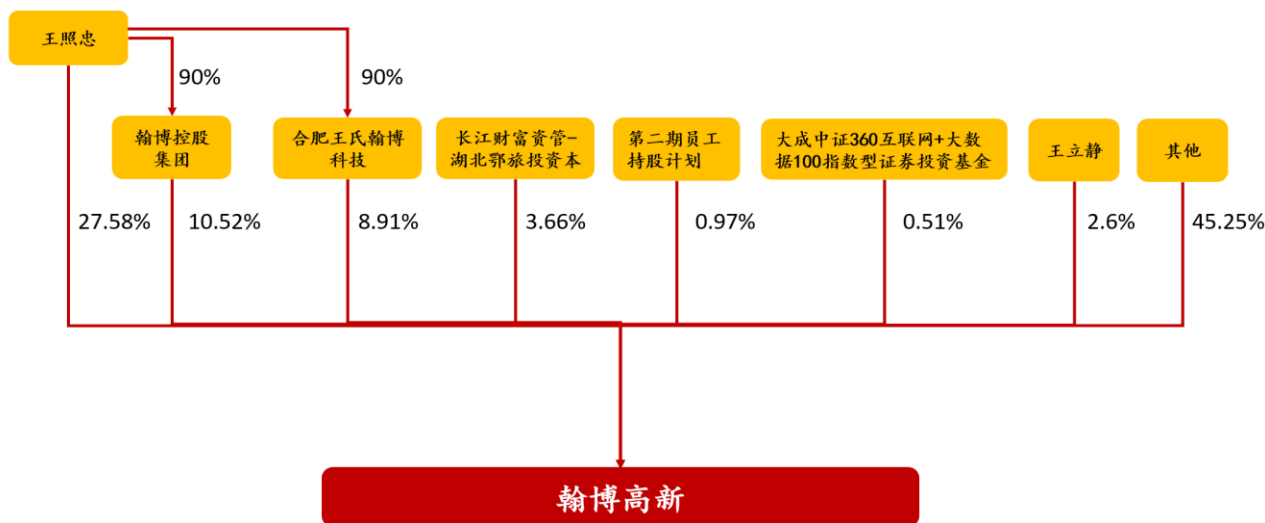
图 4：2020-2025H1 公司主营产品毛利占比图



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司股权结构集中，实控人及一致行动人持有 49.61%表决权。截至 2025 年三季报，公司实控人为王照忠，通过直接和间接方式共持有公司 45%股权，与一致行动人配偶史玲、姐姐王立静合计持有公司 49.61%的表决权。国资鄂旅投资本持有公司 3.66%股权，为第二大股东，此外，员工持股计划、公募基金也位列前十大股东之列。

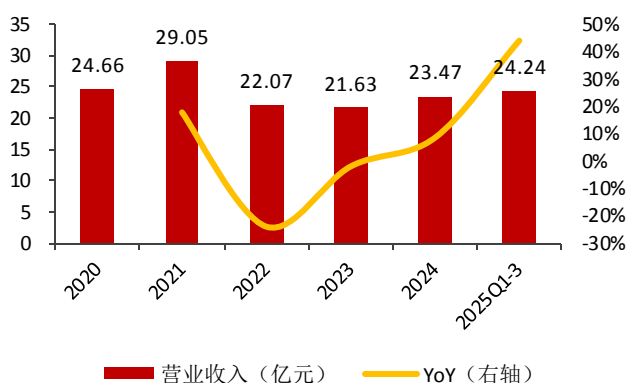
图 5：翰博高新股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

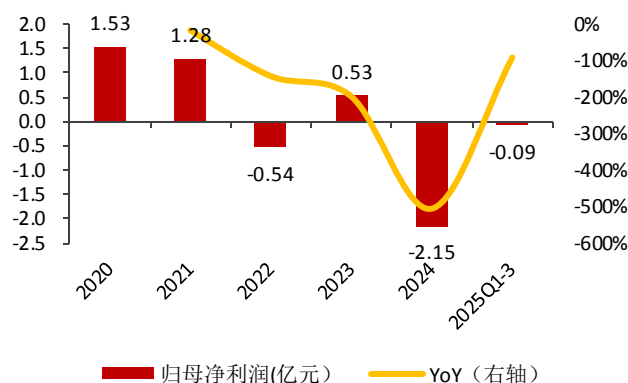
2025 年经营情况明显改善，第二、第三季度实现扭亏为盈。2020-2021 年，受益于下游面板行业的景气周期，公司营收和利润保持较好水平。2022 年后，受行业景气度下行及下游消费需求疲软、公司大额投资转固折旧影响，公司营收和利润出现下滑，2022 年、2024 年归母净利润出现亏损。2025 年 1-9 月随着公司新产能的逐步爬坡，公司营收大幅增长 44%，尽管行业仍处于周期底部，但公司第二季度和第三季度已实现扭亏为盈，归母净利润分别为 955/1766 万元。我们认为随着下游行业景气度的回暖以及公司产能利用率的提升，公司有望迎来业绩反转。

图 6：2020-2025Q3 公司营业收入情况



数据来源：Wind，西南证券整理

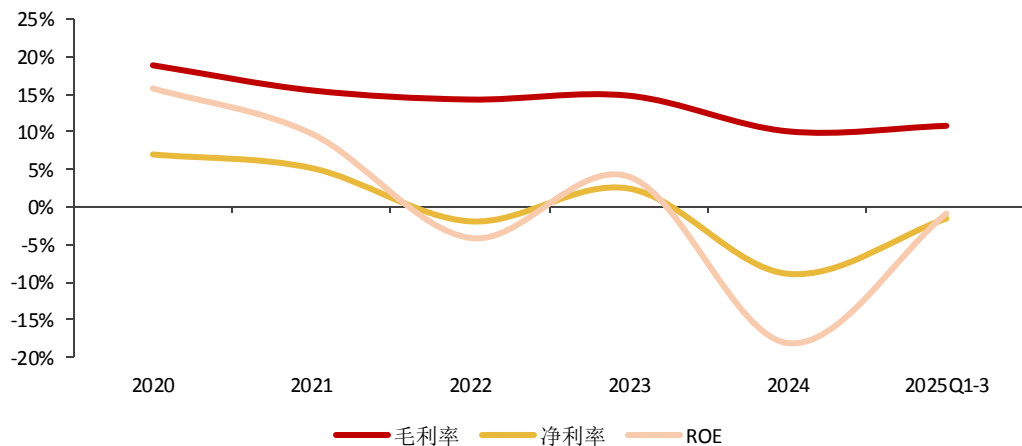
图 7：2020-2025Q3 公司归母净利润情况



数据来源：Wind，西南证券整理

费用率大幅降低，盈利能力逐步改善。2020-2024 年，由于行业景气度低位及公司新建产线产能利用率不足影响，公司毛利率/净利率/ROE 分别由 18.9%/7%/15.8%下降至 10.1%/-8.9%/-18.1%。2025 年前三季度，受益于公司新建产线放量以及费用管控，盈利能力已有明显好转迹象，毛利率/净利率/ROE 分别提升至 10.8%/-1.5%/-0.9%。我们认为随着公司新建产线的继续放量，产品结构优化以及费用管控能力的提升，未来公司盈利能力将持续改善。

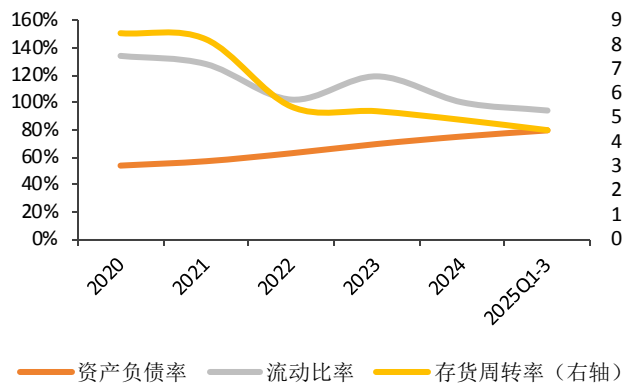
图 8：公司盈利能力变化情况



数据来源：Wind，西南证券整理

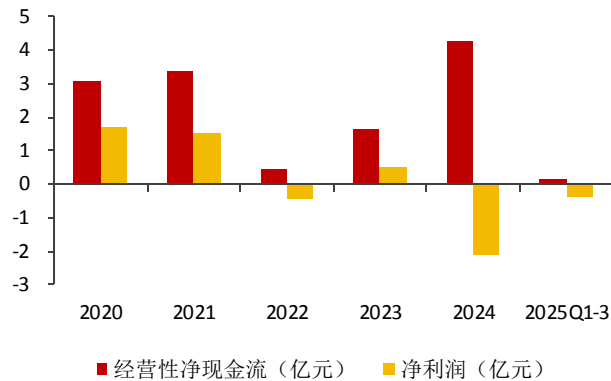
盈利质量优异，经营性净现金流优于净利润。截至 2025 年前三季度，由于产线建设的资本投入，公司资产负债率持续增长，公司资产负债率为 79.5%，流动比率为 0.94。近年来虽然公司净利润波动明显，但公司经营性净现金流一直高于净利润，且一直保持为正，整体来看盈利质量较高。随着公司建设项目的落地，有息负债逐渐下降，未来公司财务结构有望更加稳健。

图 9：公司营运能力和偿债能力变化



数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：公司经营性净现金流和净利润对比



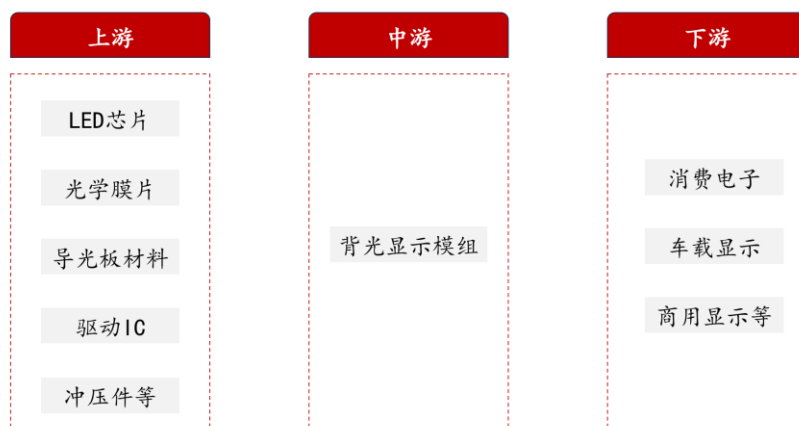
数据来源：Wind，西南证券整理

2 行业情况：面板行业有望迎来周期修复，带动显示模组行业景气度上行

2.1 背光显示模组是显示面板重要部件

背光模组为液晶显示器面板的关键零组件之一。功能在于供应充足的亮度与分布均匀的光源，使其能正常显示影像。其主要由 LED 芯片、导光板、光学膜片（扩散片、棱镜片等）及反射片构成，通过导光板网点设计与光学膜组合将点/线光源转化为均匀面光源，并提升亮度与能效，背光模组制作成显示面板后，应用于消费电子、车载显示等下游行业。

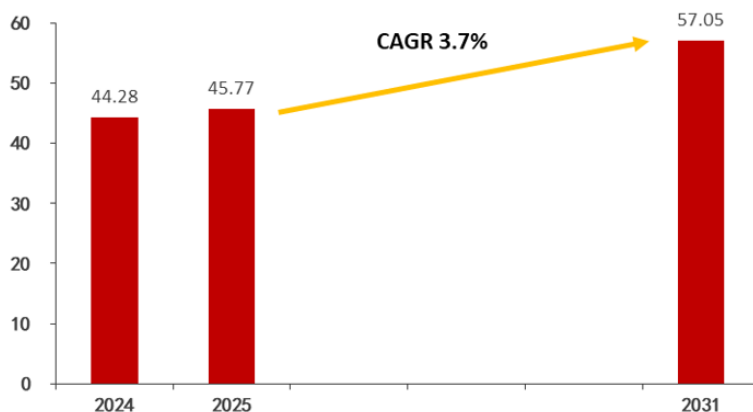
图 11：背光显示模组产业链



数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

全球背光显示模组市场规模稳定提升，预计 2031 年有望达到 57.05 亿美元。根据 QYResearch 数据，2024 年全球背光显示模组市场规模为 44.28 亿美元，预计 2025 年将达到 45.77 亿美元，后续将以 3.7% 年均复合增长率增长，2031 年有望达到 57.05 亿美元市场规模。

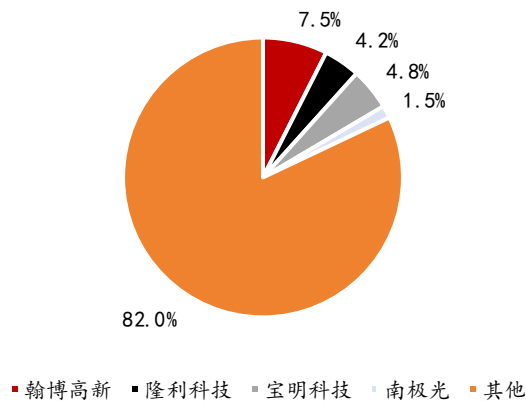
图 12：全球背光显示模组市场规模（亿美元）



数据来源：QYResearch，西南证券整理

背光显示模组全球市场集中度不高，龙头企业有望跟随中国面板企业继续抢占市场份额。根据华经产业研究院统计以及背光显示模组上市公司营收估算，以翰博高新为首的我国头部四家背光显示模组企业市占率占全球的 18%，仍有较大提升空间。我们认为未来随着中国显示面板企业市场份额的进一步提升，我国背光显示模组企业市场份额也有望提高。

图 13：背光显示模组市场格局情况

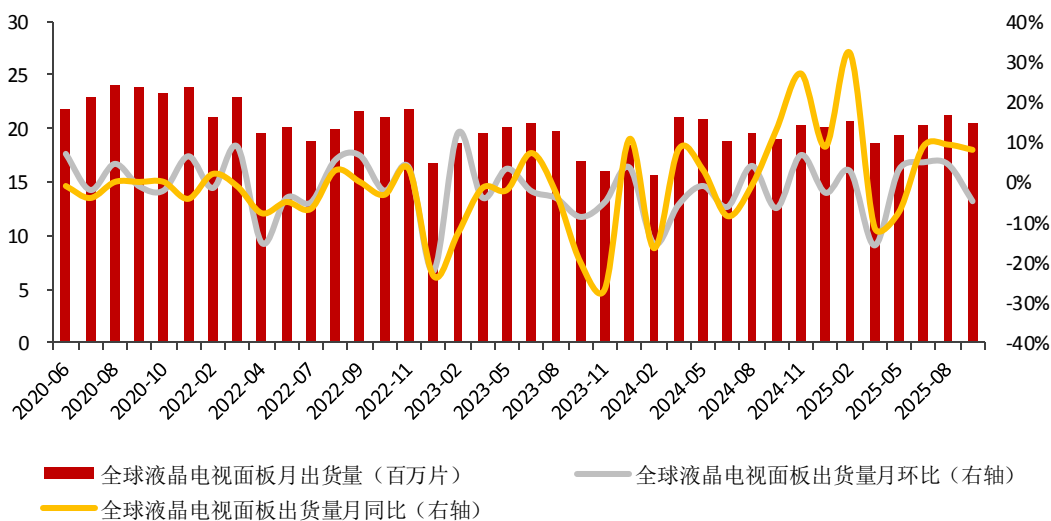


数据来源：QYResearch，华经产业研究院，公司公告，西南证券整理

2.2 下游显示面板有望迎修复周期，带动显示模组景气向上

漫长底部周期后，2025 年显示面板销量同比增长 5.8%。2020 年，疫情带动“宅经济”增长，全球面板出货量及市场规模都迎来了增长，但此后显示面板行业销量持续回落。2025 年面板市场迎来修复，根据 WitsView 数据，2025 年 1-10 月全球液晶电视面板销量同比增长 5.8%，出现修复态势，我们认为 2026 年随着全球重大赛事、国内需求政策的刺激，显示面板销量有望持续回暖。

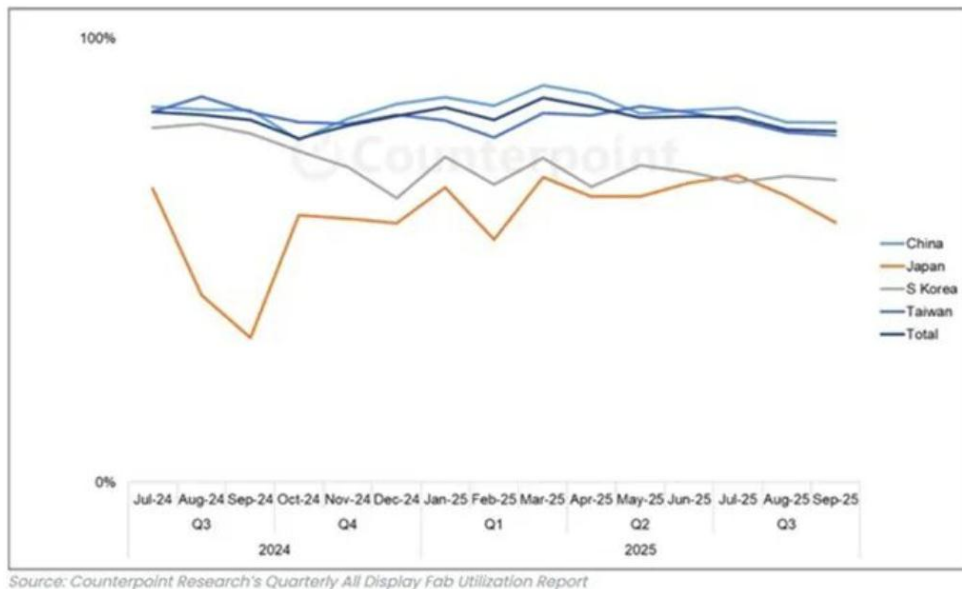
图 14：全球面板销量情况



数据来源：WitsView，西南证券整理

日台韩稼动率持续下行，中国显示面板企业有望主导市场。根据 Counterpoint Research 数据，2025 年日韩台面板厂商稼动率大幅低于中国大陆，主要由于成本上难以与大陆龙头竞争，日韩台面板厂商的战略性退守有助于加速全球显示面板产能出清与格局优化，显示面板供给侧有望迎来一波海外产能出清。

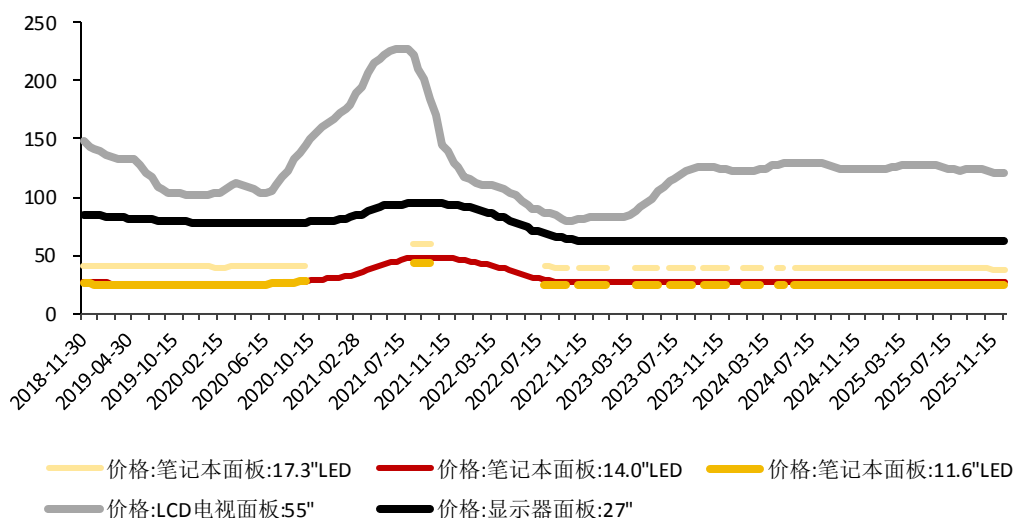
图 15：全球面板开工率情况



数据来源：Semi Display，Counterpoint Research，西南证券整理

显示面板行业在经历漫长价格筑底后，正迎来积极信号。综上所述，供给侧海外显示面板产能有望优化。需求侧，受益于需求政策刺激、赛事刺激以及车载、商用显示等新兴应用持续渗透，整体需求稳步复苏。面板价格已经历长期筑底，我们预计显示面板行业价格有望在 2026 年迎来修复，带动产业链盈利能力恢复。

图 16：全球面板价格情况（美元/片）



数据来源：WitsView，西南证券整理

赛事和海外驱动，显示面板 2026 年开年面板需求有望向好。2026 年美墨加世界杯预计在 6 月开赛，在此前提下，考量海外备货的长周期属性，自 2025 年四季度开始，品牌厂商陆续启动赛事备货，助力 2025 年四季度面板需求好于预期。预计 2026 年一季度仍处于赛事备货的红利期，有望带动 2026 年显示面板需求增长。同时从全球两大主力区域北美和中国市场来看，北美受赛事备货以及对内减税政策驱动，市场活力有望持续；叠加中国国补预计延续，综合来看，2026 年面板需求仍有望保持好转态势。

综上所述，我们认为 2026 年显示面板有望迎来修复周期，显示模组作为其主要部件，有望充分受益于下游修复。

2.3 汽车和 AI 端侧有望在中长期维度拉动显示面板与模组需求

智能座舱带动单车显示面板数量增加。智能座舱显示是指安装在汽车内部、用于呈现各种信息的显示设备和技术。它通过视觉化的方式向驾驶员和乘客传递车辆状态、导航指引、娱乐内容以及其他相关信息。按照位置分布及功能不同，智能座舱显示主要可分为中控屏享、仪表屏、HUD、副驾屏、后排娱乐屏、流媒体后视镜等多种产品，显示面板需求数量远高于普通汽车座舱。

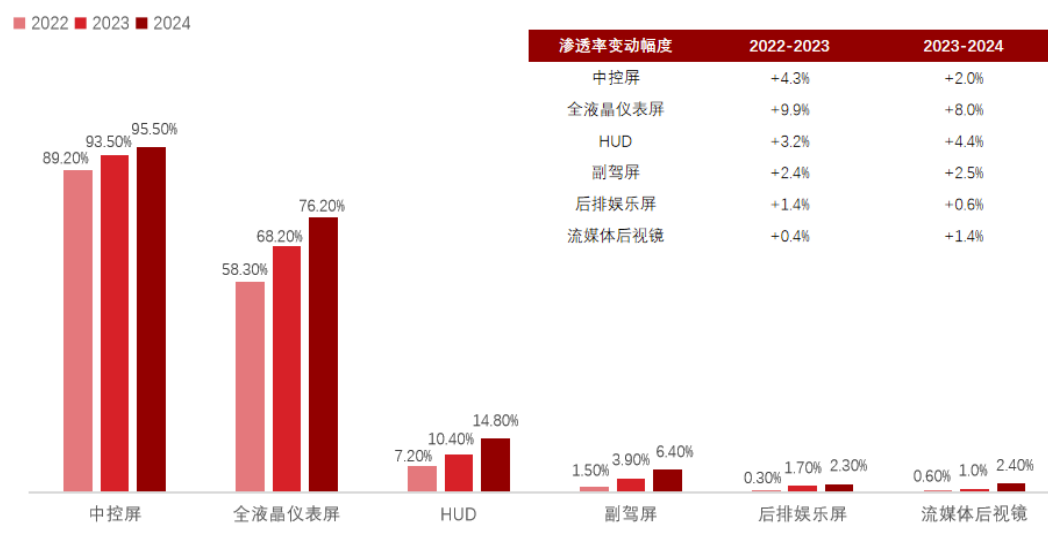
图 17：车载显示屏分类（按安装位置划分）



数据来源：头豹产业研究院，西南证券整理

新型车载显示产品渗透率仍较低，未来有较大增长空间。在中国乘用车市场中，中控屏和仪表屏等传统车载显示产品的前装标配渗透率较高，根据头豹产业研究院统计，2024 年中控屏和全液晶仪表屏的渗透率分别为 95.5% 和 76.2%；而 HUD、副驾屏、后排娱乐屏、流媒体后视镜等新兴车载显示产品的市场应用普及率相对较低，2024 年这些新兴车载显示产品的渗透率均不足 15%，未来仍有较大渗透率提升空间。

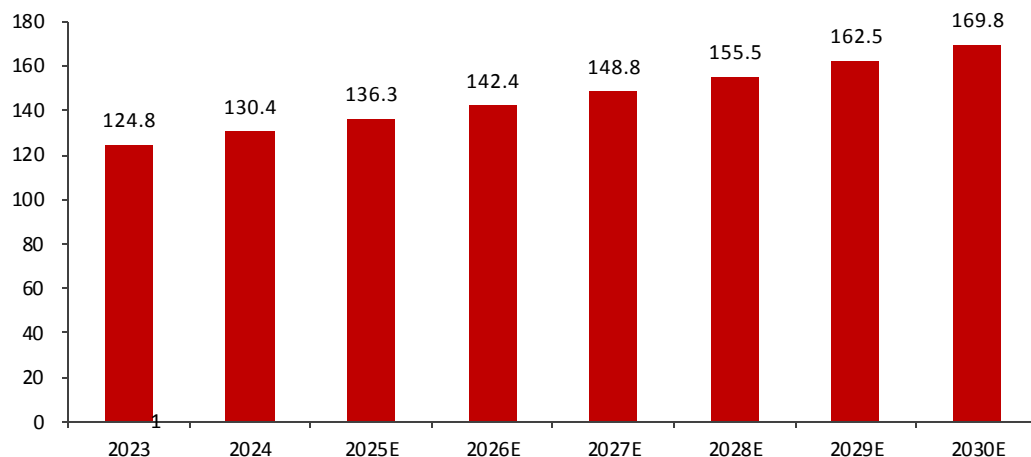
图 18：中国乘用车主要智能座舱显示产品前装标配渗透率



数据来源：头豹产业研究院，西南证券整理

汽车智能显示市场规模有望快速增长。据 Precedence Research 数据显示，2024 年全球汽车智能显示市场规模为 130.4 亿美元，2025 年预计增长至 136.3 亿美元，到 2034 年预计将超过 202.5 亿美元，2024 年至 2034 年复合年增长率为 4.50%。行业增长呈现“量价齐升”特征：量端受益于单车屏幕数量增加（从 2-3 块增至 5-8 块），价端源于大尺寸化（平均尺寸从 6.5 英寸增至 12.3 英寸）与技术升级（Mini LED/OLED 渗透率提升）。

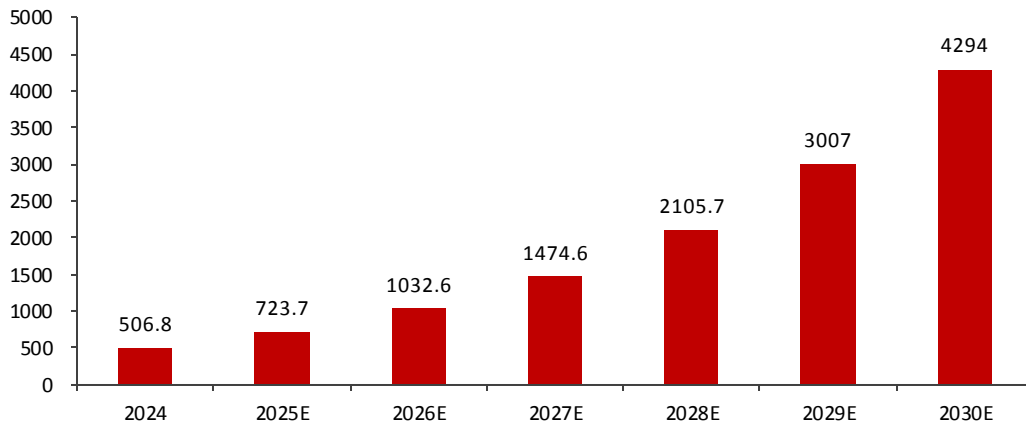
图 19：全球汽车智能显示市场规模（亿美元）



数据来源：Precedence Research，西南证券整理

AI PC 市场呈现爆发式增长态势。据 Global Market Insights 数据，全球 AI PC 市场规模于 2024 年达 506.8 亿美元，预计 2030 年将攀升至 4000 亿美元，2025-2034 年复合年增长率（CAGR）达 42.8%。AI 技术与 PC 深度融合（端侧大模型部署、NPU 等专用 AI 算力单元加持）、传统 PC 换机潮（如 Windows10 服务终止驱动设备更新）及企业、消费端对智能办公、个性化体验的需求爆发，是推动市场增长的核心引擎。

图 20：全球 AIPC 市场规模预测（亿美元）



数据来源：Global Market Insights，西南证券整理

综上所述，我们认为车载显示及 AI PC 等 AI 端侧市场在未来将显著带动面板行业需求增长，也将带动面板重要部件背光显示模组的需求增长。

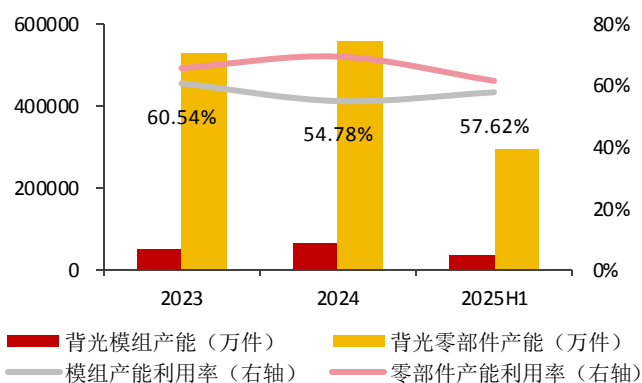
3 公司情况：业绩有望迎来困境反转

3.1 新产线放量+费用下降，公司业绩有望反转

2025 年前三季度，公司毛利率 10.82%，净利润较上年同期亏损收窄 91%，且 Q2 和 Q3 单季度实现盈利，说明公司在市场拓展、成本控制或产品结构调整等方面的努力，使得盈利状况得到积极改善。我们认为公司的盈利能力变化主要受产线爬坡与新产品开发影响：

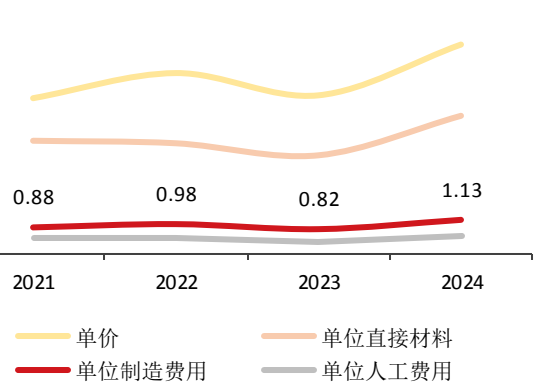
2025 年前三季度，公司产能利用率低、制造成本高的问题已显著改善。2024 年新建产线爬坡期产能利用率不足，折旧等固定成本较高，叠加新开发机种制程难度大导致良品率偏低，推高单位成本。2025H1 新建车载显示模组产线滁州博晶科技营收大幅增长，且公司显示模组产能利用率回升，表明了公司新建产线产能利用率已明显提升。叠加公司产线的工艺改进，公司的成本压力已显著缓解。公司 2025 第二季度和第三季度毛利率分别为 10.24% 和 11.18%，分别同比提升 0.79pp 和 0.93pp。

图 21：2025H1 公司显示模组产能利用率回升



数据来源：公司公告，西南证券整理

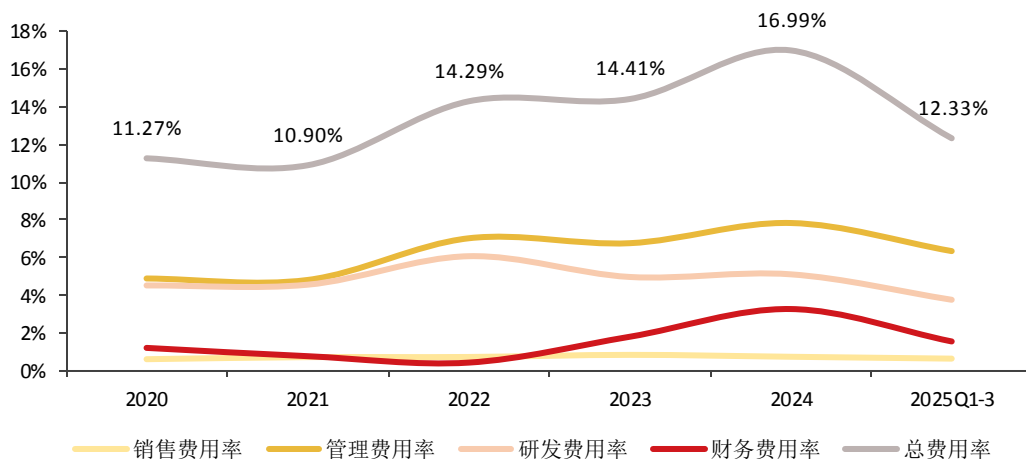
图 22：2024 年公司单位成本提升



数据来源：公司公告，西南证券整理

费用管控已见成效，2025 年费用率大幅下降，有望带来业绩修复空间。2025 年前三季度公司销售费用、管理费用、财务费用合计 2.08 亿元，三费占营收比 8.6%，同比减少 1.64pp，公司运营费用控制能力持续增强。

图 23：2025Q1-Q3 公司费用率大幅下降



数据来源：Wind，西南证券整理

公司显示面板子公司好转，车载显示子公司快速放量。就具体子公司来看，公司显示面板模组业务核心子公司重庆博硕和博讯光电 2025 年上半年净利润明显好转；车载显示业务子公司博晶科技 2025 年上半年营收显著放量，已大幅超过 2024 年全年，同时利润亏损幅度环比 2024 年下半年明显缩窄。我们认为随着公司产能利用率提升以及费用控制，公司盈利情况有望显著好转。

表 1：公司显示面板子公司好转，车载显示子公司快速放量

项目	子公司	2024H1	2024	2025H1
简介	重庆博硕	面板模组重要生产基地		
	博讯光电			
	博晶科技	车载面板模组生产基地		
总资产（万元）	重庆博硕	104930.3	108372.4	109763.8
	博讯光电	206460.2	247816.2	233458.0
	博晶科技	154674.3	243206.2	315245.1
营业收入（万元）	重庆博硕	27895.1	55066.8	32889.4
	博讯光电	59823.8	123293.8	49240.2
	博晶科技	4770.6	68708.8	104231.3
净利润（万元）	重庆博硕	-2467.2	-3577.4	1878.5
	博讯光电	-2119.6	-4704.2	-341.5
	博晶科技	-251.3	-12163.8	-3529.0

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司持续优化产能布局，为增长奠定坚实基础：

国内生产基地优化：公司在合肥、滁州、重庆、广州、芜湖、苏州等地拥有制造产线及基地。滁州基地于 2023 年下半年点火，配套京东方精电，广州基地配套华星 T9 项目 IT 背光，也为公司带来收入增量。虽然新建产线短期处于爬坡阶段，产能利用率不足导致固定成本较高，但随着产能释放和良率提升，预计将显著改善盈利能力。

海外生产基地建设：2025 年公司正式推进越南两大智能制造基地建设，分别为北江背光显示模组基地与胡志明精密结构件基地。这一布局旨在构建覆盖东南亚的垂直产业链体系，强化国际客户需求的快速响应能力，为全球头部面板制造商及系统集成商提供高品质的产品。

3.2 拟收购湿电子化学品企业，有望打造第二成长曲线

2025 年 12 月 1 日，公司发布公告称将与北京芯进科技有限公司（以下简称“北京芯进”）、青岛初芯瑞伯创业投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“初芯瑞伯基金”）共同投资设立合资公司（暂定名：合肥芯东进新材料科技有限公司，最终以市场监督管理部门核定为准，以下简称“标的公司”）。由其作为控股平台载体，联合其他股东，拟投资/收购外资在华湿电子化学品项目（以下简称“拟投项目”）。拟以自有/自筹资金认缴出资人民币 20,000 万元，持有标的公司 45.4545% 股权。我们认为本次收购如顺利落地，有助于公司按照其原有产品产业链进行合理延伸，形成优质第二成长曲线。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

1) 显示面板模组业务受益于车载显示产线放量，以及显示面板复苏行情迎来显著增长，假设 2025-2027 年显示模组业务营收增速为 35%/30%/15%；受益于产能利用率提升和产线智能化优化，毛利率逐渐修复，2025-2027 年分别为 10.0%、13.0%、13.2%。

2) 背光显示模组零部件业务保持低速稳定增长，假设 2025-2027 年显示模组零部件业务营收增速为 5%/5%/2%；受益于产能利用率提升和产线智能化优化，毛利率相比于 2024 年小幅提升后稳定，2025-2027 年维持在 21.5%。

3) 业务放量和费用管控，公司运营费用率随着营收增长稳步下降。

基于以上假设，预计公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

业务情况		2024A	2025E	2026E	2027E
合计	营业收入（亿元）	23.5	29.6	36.7	41.2
	yoy	8.5%	26.1%	23.9%	12.3%
	营业成本（亿元）	21.1	25.5	31.0	34.8
	毛利率	10.1%	13.8%	15.6%	15.5%
背光显示模组	收入（亿元）	16.7	22.6	29.4	33.8

业务情况		2024A	2025E	2026E	2027E
	yoy	20.1%	35.0%	30.0%	15.0%
	成本 (亿元)	15.8	20.3	25.5	29.3
	毛利率	5.4%	10.0%	13.0%	13.2%
背光显示模组零部件	收入 (亿元)	5.6	5.9	6.2	6.3
	yoy	-3.4%	5.0%	5.0%	2.0%
	成本 (亿元)	4.4	4.6	4.9	5.0
	毛利率	20.9%	21.5%	21.5%	21.5%
其他	收入 (亿元)	1.1	1.1	1.1	1.1
	yoy	-40.4%	0.0%	0.0%	0.0%
	成本 (亿元)	0.8	0.6	0.6	0.6
	毛利率	48.2%	50.0%	50.0%	50.0%

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 29.6 亿元 (+26.1%)、36.7 亿元 (+23.9%) 和 41.2 亿元 (+12.3%)，归母净利润分别为 0.09 亿元 (+104.2%)、1.57 亿元 (+1634.7%)、2.18 亿元 (+38.9%)，EPS 分别为 0.05 元、0.84 元、1.17 元，对应动态 PE 分别为 389 倍、22 倍、16 倍。

4.2 相对估值

考虑业务相似性，我们选取了同样运营背光模组业务的南极光、隆利科技 2 家上市公司作为估值参考，2025-2027 年，可比公司平均 PE 为 26.6/16.2/12.9 倍。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
300940.SZ	南极光	71.13	31.95	0.09	1.10	1.77	2.07	145.72	29.05	18.05	15.43
300752.SZ	隆利科技	41.50	18.16	0.47	0.75	1.26	1.77	36.00	24.21	14.41	10.26
平均值								90.86	26.63	16.23	12.85
301321.SZ	翰博高新	35.16	18.86	-1.15	0.05	0.84	1.17	-15.87	388.74	22.41	16.13

数据来源：Wind，西南证券整理。注：可比公司 EPS 及 PE 数据来自 Wind 一致预期，股价及市值数据截至 2025 年 12 月 24 日

从 PS 角度看，2026 年南极光和隆利科技 PS 分别为 3.6 和 1.5 倍，平均 PS 为 2.6 倍（根据 Wind 一致预期）。而翰博高新 2026 年 PS 为 0.96 倍（总市值/2026 年预测营业收入）。

从 PE 角度看，2026 年南极光和隆利科技 PE 分别为 18 和 14 倍，平均 PE 为 16 倍（根据 Wind 一致预期）。但考虑公司未来产线产能利用率提高和效率提升、管理优化，业绩将呈现高质量增长趋势，看好利润端进一步的弹性释放，同时考虑到公司在业绩修复期，未来业绩弹性将高于同行，应适当给予估值溢价。

结合 PE、PS 两种估值法，我们给予公司 2026 年 30 倍 PE 估值，对应目标价 25.2 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

5 风险提示

原材料价格波动风险：公司生产经营所用原材料价格波动对公司生产成本影响较大。如果未来原材料价格产生大幅波动，而公司不能适时采取有效措施，可能会影响公司产品的市场竞争力，公司将面临利润下降的风险。

下游需求不及预期风险：本文预计公司下游显示面板行业将迎来复苏，但显示面板行业也受政策、赛事等多因素影响，如部分因素出现变动，可能会导致下游需求不及预期。

海外关税政策风险：虽然目前公司海外营收可忽略，但公司下游客户显示面板企业以及未来的越南工厂可能会受到海外关税政策风险影响。

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	23.47	29.60	36.67	41.20	净利润	-2.08	0.09	1.50	2.07
营业成本	21.10	25.51	30.96	34.82	折旧与摊销	1.53	1.27	1.39	1.48
营业税金及附加	0.19	0.19	0.24	0.27	财务费用	0.77	0.47	0.48	0.51
销售费用	0.18	0.21	0.22	0.23	资产减值损失	-0.67	-0.10	-0.10	-0.10
管理费用	3.04	3.26	3.30	3.30	经营营运资本变动	2.99	0.48	0.01	-0.52
财务费用	0.77	0.47	0.48	0.51	其他	1.71	0.15	0.18	0.14
资产减值损失	-0.67	-0.10	-0.10	-0.10	经营活动现金流净额	4.25	2.36	3.47	3.59
投资收益	-0.09	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1.43	-1.00	-1.00	-1.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-2.73	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-4.16	-1.00	-1.00	-1.00
营业利润	-2.15	0.06	1.57	2.18	短期借款	0.99	0.00	-1.72	0.05
其他非经营损益	-0.03	0.03	0.00	0.02	长期借款	0.02	0.00	0.00	0.00
利润总额	-2.18	0.09	1.57	2.19	股权融资	0.17	-1.69	-1.69	-1.68
所得税	-0.09	0.01	0.08	0.12	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	-2.08	0.09	1.50	2.07	其他	0.05	-1.28	-0.48	-0.51
少数股东损益	0.06	0.00	-0.07	-0.11	筹资活动现金流净额	1.23	-2.97	-3.89	-2.14
归属母公司股东净利润	-2.15	0.09	1.57	2.18	现金流量净额	1.36	-1.62	-1.42	0.45
资产负债表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	8.39	6.77	5.36	5.80	成长能力				
应收和预付款项	9.33	10.78	13.56	15.45	销售收入增长率	8.49%	26.15%	23.88%	12.35%
存货	5.02	4.97	6.61	7.49	营业利润增长率	-548.88%	102.90%	2427.60%	38.53%
其他流动资产	1.47	1.47	1.82	2.05	净利润增长率	-490.54%	104.18%	1618.44%	38.54%
长期股权投资	1.79	1.79	1.79	1.79	EBITDA 增长率	-91.79%	1089.84%	91.29%	20.91%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	21.61	21.60	21.47	21.26	毛利率	10.09%	13.81%	15.57%	15.48%
无形资产和开发支出	1.81	1.61	1.41	1.21	三费率	16.99%	13.29%	10.91%	9.79%
其他非流动资产	3.33	3.27	3.20	3.14	净利率	-8.88%	0.29%	4.08%	5.03%
资产总计	52.74	52.26	55.22	58.18	ROE	-15.82%	0.75%	13.16%	17.62%
短期借款	4.68	4.68	2.97	3.02	ROA	-3.95%	0.17%	2.71%	3.56%
应付和预收款项	15.93	17.84	22.52	24.84	ROIC	-5.95%	2.32%	9.12%	11.65%
长期借款	11.26	11.26	11.26	11.26	EBITDA/销售收入	0.65%	6.08%	9.40%	10.11%
其他负债	7.70	6.92	7.10	7.30	营运能力				
负债合计	39.57	40.70	43.84	46.41	总资产周转率	0.47	0.56	0.68	0.73
股本	1.86	1.86	1.86	1.86	固定资产周转率	1.86	1.74	1.96	2.12
资本公积	6.25	4.56	2.87	1.19	应收账款周转率	2.69	3.17	3.24	3.05
留存收益	3.34	3.43	5.00	7.18	存货周转率	4.48	4.69	4.98	4.64
归属母公司股东权益	10.42	8.81	8.70	9.20	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.39%	—	—	—
少数股东权益	2.75	2.75	2.68	2.57	资本结构				
股东权益合计	13.18	11.57	11.38	11.77	资产负债率	75.02%	77.88%	79.39%	79.78%
负债和股东权益合计	52.74	52.26	55.22	58.18	带息债务/总负债	40.30%	39.18%	32.45%	30.76%
					流动比率	1.00	0.95	0.96	0.99
					速动比率	0.80	0.75	0.73	0.75
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股收益	-1.15	0.05	0.84	1.17
EBITDA	0.15	1.80	3.45	4.17	每股净资产	5.59	4.73	4.66	4.93
PE	-16.37	388.74	22.41	16.13	每股经营现金	2.28	1.26	1.86	1.93
PB	3.37	3.99	4.04	3.82	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
PS	1.50	1.19	0.96	0.85					
EV/EBITDA	282.88	24.23	12.58	10.31					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

广深	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn